

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 200309055

UDC _____

厦门大学

硕士学位论文

我国货币政策传导机制有效性分析

The Study on the Efficiency of Chinese Transmission
Mechanism of Monetary Policy

周 荣

指导教师姓名: 黄梅波 教授

专业名称: 世界经济

论文提交日期: 2006 年 4 月

论文答辩时间: 2006 年 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

摘 要

1984 年中国人民银行正式行使中央银行的职能，我国有了现代意义上的货币政策调控体系。随着改革开放的不断深入和国民经济的持续发展，我国货币金融体系在逐步地完善，货币政策传导机制也在不断地变化和调整之中。1998 年我国正式取消了对商业银行的贷款规模限制，货币政策由过去的直接调控转为间接调控，货币政策传导机制发生了很大的变化。在此背景下，利用理论分析和实证分析相结合的方法研究我国货币政策传导机制的有效性，探讨阻碍我国货币政策有效传导的因素，并提出一些合理建议是本文的出发点所在。

本文首先从理论角度研究了货币政策传导机制，详细论述了货币政策传导的货币渠道和信贷渠道。随后对我国货币政策传导机制的发展做了回顾和总结，并将我国货币政策的发展分为三个阶段：直接调控时期(1984~1993)、直接调控向间接调控过渡时期(1994~1997)和间接调控时期(1998 年以后)。在此基础上，本文对我国货币政策传导机制有效性进行了实证分析，利用 1994 年 1 月到 2005 年 12 月的月度数据建立了我国货币政策传导的向量自回归(VAR)模型，并进行了脉冲响应(Impulse Response)分析和方差分解(Variance Decompositions)分析，分别研究了货币政策对物价稳定和经济增长两个目标的传导有效性，得出了信贷渠道和货币渠道在我国同时起作用，但货币渠道效果更加显著的结论，并分析了出现这种情况的原因，提出了提高我国货币政策传导机制有效性的建议。

关键词：传导机制；实证研究；向量自回归

Abstract

Since 1984 when the People's Bank of China began to work as the Chinese central bank, the modern monetary policy formally included in China, and then the central bank reformed every aspect of the transmission mechanism of monetary policy. The transmission mechanism of monetary policy has been developing with the deepening of the Reform and Open and developing finance system. The transmission mechanism of monetary policy turned to use the indirect instrument after China formally abandoned the credit scale control in 1998, so the efficiency of the transmission mechanism of monetary policy has been changed a lot. Under this background, this paper aims to research the efficiency of Chinese transmission mechanism of monetary policy, explore the impeditive factors in the improvement of the efficiency of the transmission mechanism of monetary policy and advise some rational suggestions with theoretical and empirical methods.

This paper has four Chapters. Chapter One makes a theoretical analysis of transmission mechanism of monetary policy and analyzes the money channel and credit channel of monetary policy transmission mechanism. Chapter Two reviews the development history of Chinese transmission mechanism of monetary policy and classifies Chinese monetary policy's history into three stages-the stage of direct regulation and control(1984-1993), the transition stage from direct regulation and control to indirect regulation and control(1994-1997) and the stage of indirect regulation and control(after 1998). Base on this classification, it makes an empirical analysis of the efficiency of Chinese transmission mechanism of monetary policy in Chapter three, it establishes a vector autoregression model and makes impulse response analysis and variance decompositions analysis to analyze the efficiency of Chinese transmission mechanism of monetary policy and finds that both the credit channel and money channel has been contributing, but the monetary channel contributed more evidently. Finally, it advises suggestions to improve the efficiency of Chinese monetary policy transmission mechanism in Chapter Four.

Key Words: Transmission Mechanism; Empirical Study; VAR

目 录

序 言	1
第一节 选题的背景和意义	1
第二节 文献综述	1
第三节 研究的方法和框架	4
第一章 货币政策传导机制的理论分析	6
第一节 货币政策的货币渠道传导机制	6
第二节 货币政策的信贷渠道传导机制	9
第二章 我国货币政策传导机制的演变	13
第一节 直接调控时期（1984-1993）	13
第二节 直接调控向间接调控过渡时期（1994-1997）	16
第三节 间接调控为主时期（1998 年以后）	18
第三章 我国货币政策传导机制有效性的实证分析	21
第一节 数据的选取与预处理	21
第二节 货币政策对物价稳定目标的传导有效性分析	23
第三节 货币政策对经济增长目标的传导有效性分析	28
第四节 我国货币政策传导有效性的评价	32
第四章 提高我国货币政策传导机制有效性的建议	34
第一节 建立完善的社会信用体系	34
第二节 加快金融市场发展的步伐	35
第三节 深化对市场主体的改革	39
第四节 积极推进利率市场化改革	42
结 束 语	44
附 录	45
参考文献	57
致 谢	59

Contents

Introduction	1
1. Background of this study	1
2. Literature review	1
3. Structure of the paper	4
Chapter 1 Theoretical analysis of the Monetary Policy's transmission mechanism.....	6
1. Money channel of the Monetary Policy's transmission.....	6
2. Credit channel of the Monetary Policy's transmission	9
Chapter 2 The evolvement of the Chinese Monetary Policy's transmission mechanism.....	13
1. Stage of direct regulation and control(1984-1993).....	13
2. Transition stage from direct to indirect regulation and control(1994-1997).....	16
3. Stage of indirect regulation and control(1998-now)	18
Chapter 3 Empirical analysis of Chinese Monetary Policy's transmission efficiency	21
1. Data selection and pre-procession.....	21
2. The efficiency of Monetary Policy's transmission to the price.....	23
3. The efficiency of Monetary Policy's transmission to the growth	28
4. Comments of Chinese Monetary Policy's transmission efficiency.....	32
Chapter 4 Suggestions on improving Chinese Monetary Policy's transmission efficiency	34
1. Improving the social credit system	
2. Quickening the development of the financial market	34
3. Deepening the reform of the market participant.....	35

4. Promoting the reform of the interest rate	39
Conclusion	44
Appendix	45
References	57
Acknowledgement	59

厦门大学博士论文摘要库

序 言

第一节 选题的背景和意义

1984年1月1日起，中国人民银行正式行使中央银行的职能，我国现代意义上的货币政策从此开始。随着改革开放不断向纵深推进，我国经济运行体制和方式发生了很大的变化，中国人民银行也逐渐从财政部的“附庸”演变成了重要的宏观经济调控部门。2003年12月17日，修订后的中国人民银行法明确指出：“中国人民银行是中华人民共和国的中央银行。中国人民银行在国务院领导下，制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定。”更加突出了人民银行制定和执行货币政策，进行宏观经济调控的职能，但同时也表示国家对货币政策的要求更高了。

二十多年来，货币政策在维护经济的平稳运行、促进经济增长方面起了举足轻重的作用，没有货币政策的宏观调控作用，我国经济取得如此大得成就是不可思议的。但是也应该看到，由于众多因素的影响，我国货币政策的传导机制依然不畅，对货币政策的有效性带来了很大的影响，这可以从1998年以来我国货币政策的实践中看出来。1998~2002年，由于受亚洲金融危机和我国自身经济周期的影响，我国经济明显下滑，出现了通货紧缩的倾向，为此央行采取了一系列扩张性的货币政策，如取消对商业银行的贷款规模限制、大幅度降低利率、两次下调存款准备金率、开放同业拆借市场、扩大对中小企业贷款利率的浮动等，以刺激消费和投资。然而从经济的实际运行情况来看，这期间我国消费与投资的增长速度并未明显加快，经济增长速度下降，居民消费物价指数出现负增长，扩张性的货币政策并未取得预期的目标。在这种情况下，深入研究我国货币政策传导机制及其有效性，探讨制约我国货币政策有效传导的因素，并提出提高我国货币政策传导有效性的建议，便非常有意义了。

第二节 文献综述

近年来我国货币政策传导机制及其有效性问题已经引起了经济学家的重视，

就我国货币政策传导机制有效性展开了热烈的讨论。鉴于我国经济持续高速的增长,大多数学者都认为我国货币政策是有效的,但由于货币政策的传导渠道不只一种(货币政策传导渠道有利率渠道、汇率渠道、资产价格渠道、财富效应渠道、信贷渠道等,但总的来说可以分为两大类:货币渠道和信贷渠道),那么在这些渠道中哪种渠道更有效、更能传导货币政策信号,便成了争论的焦点。综合这些研究,关于我国货币政策传导机制有效性问题,目前形成了三种观点:单渠道论、双渠道论和多渠道论。^①

一、单渠道论

所谓单渠道论,就是认为我国货币政策传导中,只有一种渠道或者途径起主导作用。根据对信贷渠道还是货币渠道更重要的看法不同,这种理论又可细分为“信贷渠道观”和“货币渠道观”两种。“信贷渠道观”方面,王振山和王志强(2000)利用1981~1998年的年度数据和1993年第一季度到1998年第四季度的季度数据,采用协整检验和Granger因果检验方法,对我国货币政策传导渠道进行了实证分析,得出无论是在20世纪80年代还是90年代,信贷渠道都是我国货币政策的主要传导途径,货币渠道作用并不明显的结论。

路妍(2004)认为信贷渠道依然是我国货币政策的主要传导途径,但由于银行存贷款利率受到比较严格的管制,商业银行的行为被扭曲,我国的信贷传导渠道并不畅通。同时,我国股票市场的不完善影响了投资与消费的增长,也削弱了我国货币政策的有效性。

曹伟和温仕周(2005)从实证分析的角度,选取1984~2004年的年度数据,利用协整检验和向量自回归模型分析了我国货币政策传导机制的有效性,认为信贷渠道依然是我国货币政策发挥作用的主要途径,利率等货币传导渠道并没有发挥实质性的作用。

“货币渠道观”方面,高铁梅和王金明(2001)利用状态空间方法建立了动态的季度变参数模型,就1991~2000年期间我国货币政策对宏观经济在不同时点的动态影响进行了测算,认为利率等货币渠道在我国货币政策传导中起了非常明显的作用,信贷渠道作用并不明显。

^①此处借鉴了周光友. 货币政策传导机制与货币政策有效性研究评述[J]. 中国物价, 2005, (10): 37-40. 中的分类方法

孙明华对我国 1994 年第一季度到 2003 年第一季度期间的货币政策进行了实证分析,从而找出了 M1、贷款和 GDP 以及 M2、贷款和 GDP 之间的长期稳定关系,证明了目前在我国,货币政策是通过货币渠道而不是信贷渠道对实体经济产生影响的。

二、双渠道论

持“双渠道论”观点的学者认为我国货币政策传导中,货币渠道和信贷渠道都很重要,货币政策同时通过两种渠道对实体经济产生影响。李斌(2001)利用 1991~2001 年的季度数据进行的研究表明,信贷总量和货币供应量与货币政策的最终目标都有很高的相关性,但信贷渠道的相关性更强一些,表明信贷渠道和货币渠道都是有效的,且信贷渠道仍然是很重要的货币政策传导渠道。

蒋瑛琨、刘艳武和赵振全(2005)通过对 1992 年第一季度到 2004 第二季度期间的货币政策的实证研究证明,20 世纪 90 年代以来,从对物价和产出最终目标的影响显著性来看,贷款的影响最为显著,其次是 M2, M1 的影响最不显著。从对物价和产出最终目标的影响稳定性来看, M1 比较持久和稳定,其次是 M2,最后是贷款。由于对最终目标影响稳定的中介变量更易于调控,因此就货币政策中介目标的选择而言, M1 优于 M2, M2 优于贷款。

三、多渠道论

单渠道论和多渠道论都是将货币政策传导渠道概括地分为货币渠道和信贷渠道,而从多渠道角度进行研究的学者并不囿于这种区分。他们认为在货币政策传导中存在多种传导渠道,如利率渠道、汇率渠道、资产价格渠道、预期效应渠道等,且这些渠道之间并不是相互平行和独立的,而是互相影响,互相渗透的,是一个有机的整体,共同在货币政策传导中发挥作用。

杨小娟和熊勇刚(2004)对我国 1991~2002 年的货币政策进行了实证研究,利用协整等时间序列分析方法研究表明我国的货币政策主要是通过股票价格渠道、汇率渠道和预期渠道三者共同传导的。

何运信和曾令华(2004)利用 1998 年第一季度到 2002 年第四季度的季度数据和 1999 年 1 月到 2003 年 6 月的月度数据进行了实证研究,结果表明我国货币政策传导中,货币供应量的作用最明显,利率渠道次之,贷款量的作用最低。认

为我国近期内还应该坚持以货币量为中介目标，但随着利率市场化的深入，利率将是一个比较好的货币政策中介目标。

王国松（2004）通过对 1994～2002 年的相关数据进行分析后认为我国货币政策传导途径在通货紧缩阶段呈现了新的特点，主要通过我国金融机构的有价证券投资 and 外汇占款等多种渠道为我国积极的财政政策以及有管理的浮动汇率政策提供了强有力的金融支持，成功地实现了拉动经济增长和稳定汇率的目标。

四、对我国货币政策传导机制有效性相关理论和观点的评述

可以看出，学术界对我国货币政策传导机制有效性的认识有较大的差异，这有主观的原因，也有客观的原因。主观的原因，主要是不同的研究者在研究时从不同的角度出发，选取的数据样本区间不同，对数据的处理和加工技术不同，分析的方法和工具也不尽相同，因此结果也有所不同。客观方面的原因，是因为货币政策传导机制并不是一个静态的概念，而是随着一国经济的发展和演化而不断变化，是动态发展的，这也是为什么货币政策有效性问题始终是各国经济学家研究热点的原因。目前我国货币金融体系正处在深化改革的过程当中，货币政策传导的各种市场环境和机构基础都在不断地变化，因此我国货币政策传导机制的有效性也是不稳定的。

主客观两方面的原因使得不同的学者有不同的看法，这是正常的，每个研究从不同的角度探讨了我国货币政策传导机制的有效性。在这种情况下，选取更新更精细的数据，运用合理的方法对不断变化着的我国货币政策传导机制及其有效性进行研究是本文的价值之所在。

第三节 研究的方法和框架

货币政策传导过程可以表示为：货币政策工具 \Rightarrow 操作目标 \Rightarrow 中介目标 \Rightarrow 最终目标。其中货币政策工具到中介目标为内部传导过程（即金融内部调节阶段），中介目标到最终目标为外部传导过程（即金融作用经济阶段），本文的研究对象是货币政策的外部传导过程。

对于货币政策传导机制，可以从多个角度认识和研究：一是从政策目标角度，通过研究货币政策操作目标、中介目标与最终目标之间的相互影响和相互作用机

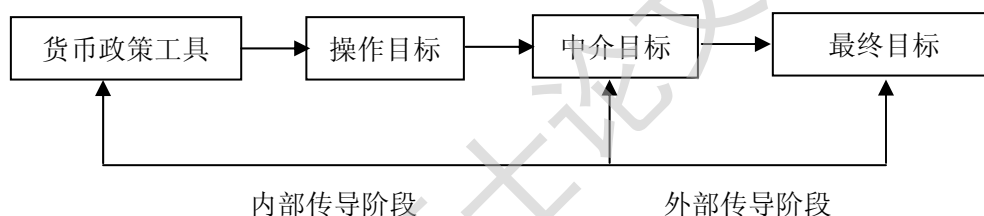
理来研究货币政策的传导；二是从传导途径角度，分析货币政策通过利率、汇率和资产价格等渠道传导实体经济的过程；三是从传导环节角度，研究货币政策传导中各市场主体的行为对货币政策传导的影响。本文这三种角度都有涉及，在进行货币政策传导的理论分析时，主要从传导途径角度，论述了货币政策传导的货币渠道和信用渠道；在进行实证分析时，主要从中介目标对最终目标的影响来分析；在探讨提高我国货币政策传导有效性的思路和方法时，主要从传导环节分析。

本文共分为四章，第一章从理论上分析了货币政策传导机制，详细论述了货币政策的货币传导机制（包括利率传导机制、资产结构选择传导机制和财富效应传导机制）和信贷渠道传导机制（包括信贷配给渠道和资产负债表渠道）；第二章总结了我国 1984 年以来货币政策的演变，并将我国货币政策的发展划分为三个阶段：直接调控阶段（1984~1993）、直接调控向间接调控过渡的阶段（1994~1997）和间接调控阶段（1998 年以后）；第三章利用协整、向量自回归、脉冲响应和方差分解等技术对我国货币政策传导机制有效性进行了实证分析；第四章探讨了阻碍我国货币政策有效传导的因素，并提出了提高我国货币政策传导有效性的思路和建议。

第一章 货币政策传导机制的理论分析

货币政策是货币当局或者中央银行为了实现宏观经济调控目标，运用各种货币政策工具调节货币供应量以影响宏观经济运行的方针和政策的总和。货币政策传导机制则是指一定的货币政策手段通过经济体内各种经济变量影响整个社会经济活动以实现货币政策目标的传递过程。简而言之，它是从中央银行货币政策工具实施到货币政策最终目标的中间过程，如图 1-1 所示：

图 1-1：货币政策传导机制



货币政策传导分为两个阶段：内部传导阶段和外部传导阶段。内部传导阶段是指中央银行通过货币政策工具影响货币政策中介目标的过程，也称为金融内部调节阶段；外部传导阶段是指货币政策中介变量通过各种渠道影响实体经济的过程，本文的研究对象是外部传导过程。关于货币政策传导机制，经济学界形成了各种各样的理论，但总的来说所有的理论可以归为两大类：货币渠道传导机制和信贷渠道传导机制。

第一节 货币政策的货币渠道传导机制

货币渠道传导机制又称“广义的利率渠道”传导机制，是一切以完善的金融市场结构为基础、从私人经济部门的资产结构调整效应与财富变动效应传导中央银行货币政策意图的各种机制的总称。主要包括利率传导机制、资产结构选择传导机制和财富效应传导机制。

一、利率传导机制

利率传导机制是由凯恩斯提出^①并由后来的凯恩斯主义者发展和完善起来的，是货币政策传导机制中最基本和重要的一个。凯恩斯主义者认为，利率是影响消费、储蓄、投资和净出口的重要因素，其变动会引起上述经济活动的变化，从而最终影响总需求、就业和收入水平。需要指出的是，这里所指的利率是指实际利率而非名义利率，央行所能影响的是名义利率，但由于工资刚性和其他各种价格黏性的存在，名义利率的变化一般会引起实际利率的同方向变动。

（一）利率的变动会影响投资需求。以扩张性的货币政策为例，当市场利率下降时，实际利率也会下降，这一方面让企业进行投资的成本降低，另一方面使得值得投资的项目增多，从而使得投资需求有所提高。反之，若市场利率上升，则会引起投资需求的降低。利率对投资的影响可以用以下过程表示：

货币政策 \Rightarrow 利率 \downarrow \Rightarrow 投资需求 \uparrow \Rightarrow 产出 \uparrow

（二）利率的变动会影响消费需求。利率的变动会影响人们的储蓄意愿，以扩张性的货币政策为例，当中央银行通过货币政策降低市场利率时，人们储蓄所得的利息收入减少，储蓄的吸引力下降，消费的机会成本降低，因此消费需求将增加。利率对消费的影响过程如下所示：

货币政策 \Rightarrow 利率 \downarrow \Rightarrow 消费需求 \uparrow \Rightarrow 产出 \uparrow

（三）利率的变动会影响净出口。在资本自由流动和浮动汇率制度的前提下，利率下降会引起本国资金的外流，从而导致本币贬值，这将会促进出口抑止进口，使得净出口需求增加。利率对净出口需求的影响可以用下面过程表示：

货币政策 \Rightarrow 利率 \downarrow \Rightarrow 汇率 \downarrow \Rightarrow 净出口 \uparrow \Rightarrow 产出 \uparrow

二、资产结构选择效应传导机制

凯恩斯在分析利率对经济的影响时，假设只存在货币和债券两种资产：且两者可以完全相互替代，这一区分显然过于简单。在现实经济中，存在各种不同收益率、风险性和流动性的资产品种。这些资产可以分为三大类：（1）充当交易媒

^① 最早系统论述了利率理论的是维克塞尔，他的累计过程理论就利率对经济的影响做了比较详细的论述，凯恩斯的利率理论借鉴了维克塞尔的成果。然而，凯恩斯是第一个将利率引入了生产领域的人，现代意义上的利率理论从凯恩斯开始。

介的名义资产，如货币；（2）以利率表示收益率的名义资产，如股票和各种有价证券；（3）用价格表示收益率的各种实物资产，如房屋、耐用消费品和生产资本等。这三类资产由于受市场条件和自身特点的限制，并不能完全相互替代。

所谓资产结构，就是指一系列具有不同收益、不同风险以及不同流动性的各种资产的组合。在追求收益最大、风险最小的冲动下，资产组合会达到均衡状态。在均衡状态下，所有资产的边际收益率相等，经济主体所持有的资产结构与其意愿持有的资产结构相同。然而，一旦市场环境发生变化，各种资产的相对收益率和风险易位，经济主体原有的资产组合均衡态势将被打破，这时就需要重新调整资产组合，并达到新的均衡。

在现代市场经济条件下，所有市场主体都能自由调整自己的资产组合，而这种调整资产结构的行为能给经济运行带来深刻的影响。中央银行只要通过货币政策影响各种资产的相对收益率，就可以达到传递其政策意图的目的。以扩张性的货币政策为例，当中央银行在公开市场上买入有价证券后，货币供给量增多，公众手中持有的货币量增多，这使得货币的边际效用相对于其他资产下降，就会用新增的货币购买其它金融和实物资产，消费和投资支出也会随之增加。

资产结构选择效应传导机制的代表理论是托宾的 Q 理论 (Tobin, 1961)。在众多资产价格中，托宾主要关注了资本供给价格在货币政策传导中的作用，他利用 Q 值即企业的市场价值与其资本的重置成本之比来解释货币政策的传导。以扩张性的货币政策为例，市场利率的下降会引起股票价格的上升，这时若资本的重置成本不变，Q 值就会上升。一旦 $Q > 1$ ，新的厂房和设备成本相对于股票价格来说更为低廉，企业能够通过发行少量的股票就进行较多的实物投资，投资支出自然也会增加。总的来说，货币通过资产组合渠道传导可以用下面过程表示：

货币供应量 \uparrow \Rightarrow 货币资产吸引力 \downarrow \Rightarrow 其他资产需求 \uparrow \Rightarrow 消费与投资 \uparrow

三、财富效应传导机制

财富效应传导机制是指中央银行通过货币政策影响经济主体的实际财富数量，进而影响他们的意愿支出，并最终影响社会产出的机制。财富效应传导机制的理论基础是莫迪利亚尼的生命周期理论，该理论从“一生效用最大化”原则出发，认为影响消费者消费最重要的因素是永久收入而不是即期收入，永久收入包

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库